

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس- سطيف
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير



بالتعاون مع:

مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي

57

الملتقى العلمي الدولي
حـول

الأزمة المالية والاقتصادية الدولية

أيام 20-21 أكتوبر 2009

عنوان المداخلة

السياسة النقدية و الأزمة المالية الراهنة

من إعداد الباحث

د/ بوعتروس عبد الحق كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري – قسنطينة	أ/ سبتي محمد كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري – قسنطينة

السياسة النقدية و الأزمة المالية الراهنة

مقدمة

على اثر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وما ترتب عنها من أزمة مالية هيكلية شملت المصارف والشركات المالية والبورصات، وامتدت تداعياتها إلى الجانب الحقيقي من الاقتصاد وانتقلت العدوى لتشمل جميع الاقتصاديات العالمية حتى بات معه الأمر ينبئ بحدوث أزمة عالمية اقتصادية (ركود اقتصادي) شبيه بذلك الذي مس العالم عام 1929، وأمام استفحال آثار هذه الأزمة، لجأت الكثير من الدول الكبرى، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية و بعض الدول الأوروبية إلى الإسراع لإيجاد حلول مستعجلة لهذه الظاهرة. و قد كان هناك اتفاق بين المحللين الاقتصاديين والخبراء وكذا القادة السياسيين على ضرورة التحرك السريع لإنقاذ العالم من الأزمة المالية التي أثرت على الاقتصاديات العالمية في جميع المجالات و على كل المستويات خلال فترة وجيزة من الزمن، و قد كان هناك اتفاق على اتخاذ إجراءات و ترتيبات يغلب عليها الطابع النقدي، سواء تعلق الأمر بسعر الفائدة أو بضخ سيولة في الاقتصاد أو بإقرار خطط للإنقاذ المالي، فضلا عن التدخل المباشر من خلال التأميم، و إذا كان الأمر كذلك ما علاقة سعر الفائدة بهذه الأزمة المالية؟ و إلى أي مدى يمكن للإجراءات النقدية أن تساهم في علاج الآثار المترتبة عن الأزمة و الحد من استفحالها أكثر؟

هذا ما يشكل محور ورقتنا هذه، وكل ذلك انطلاقا من فرضنا القائل بأن سبب هذه الأزمة وهو إشكالية الفائدة و الفائدة المركبة والسياسات النقدية التوسعية بشكل عام.

نحاول معالجة هذه الإشكالية من خلال المحاور التالية:

- تحليل الأزمة المالية الراهنة، الأسباب والتطورات.
- السياسة النقدية التوسعية ودورها في تعميق و استفحال الأزمة المالية.
- تقييم الإجراءات المتخذة بهدف علاج الأزمة.

1. تحليل الأزمة المالية الراهنة:

قبل الحديث عن الأزمة المالية الراهنة يبدو من الضروري تقديم تعريف موجز لمفهوم الأزمة المالية، هذه الأخيرة تتمثل في الانخفاض المفاجئ لأسعار نوع أو أكثر من الأصول الذي قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، في عملة دولة ما، في سوق العقارات، أو في مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الإقتصاد. قد يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار فقاعة مالية تنتج عن تداول كميات كبيرة من نوع معين من الأصول المالية أو المادية، بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية. رغم أن السعر الحقيقي يتمثل في مجموع القيم الحالية للعائد المستقبلي المتوقع للأصل، فمن علامات الفقاعة بيع وشراء الأصول بحثاً عن الربح الرأسمالي المتوقع الناتج عن ارتفاع قيمتها، وليس بناء على العائدات المستقبلية التي يتوقع أن تحققها.

- **أزمة الرهن العقاري الأمريكي.**

بدأت الأزمة المالية الراهنة مع عجز العائلات الأمريكية ذات الدخل المحدود من تسديد أقساط القروض التي استفادة منها لشراء مساكنها الخاصة. هذه القروض المنخفضة الجودة "*subprimes*"، تقدم

لزبائن لا يتوفرون على الضمانات اللازمة والكافية للحصول على معدل فائدة تفضيلي. حيث استفادت العائلات الأمريكية لشراء مساكنها الخاصة من معدلات الفائدة المنخفضة السائدة في سوق الإقــراض، الأمر الذي يرجع للسياسة التوسعية التي تبناها البنك المركزي بعد الإنهيار الإلكترونـــي ســـنة 2000 (فقاعة الإنترنت). وقد شهد هذا السوق تطورا كبيرا منذ السنة المذكورة، وذلك من 200 مليار دولار أمريكي سنة 2002 إلى 640 مليار دولار سنة 2006، أي ما يمثل 23% مـــن إجمـــالي القـــروض العقارية الممنوحة في الولايات المتحدة الأمريكية.[1]

يقتصر المقترضون على سداد قيم الفوائد السنوية (بمعدل ثابت) طيلة السنوات الثلاث الأولـــى (أو الخمس أحيانا)، ليقوموا بعدها بسداد أقساط القرض وفوائده بمعدلات متغيـــرة وليســـت ثابتـــة، تـــتم مراجعتها دوريا تبعا للمعدل المطبق من طرف البنك المركزي. وقد اعتمد المقرضـــون فـــي تغطيـــة المخاطر المرتفعة للعمليات الإقراضية على الفرضية القائلة بالإرتفاع المستمر لقيمة العقار، وبالتـــالي فإن بيع العقارات المرهونة لصالحهم كفيل بتغطية الخسائر المحتملة، متجاهلين بذلك قاعـــدة الحـــذر وتقييم المخاطر.

في حال ما إذا كانت الجدارة الائتمانية لطالب القرض متدنية أو كان لديه ماضي بالإفلاس، فهذا لا يهم. وإذا كان دخله متدنياً ولا يؤهله للحصول على قرض، فكل ما عليه أن يفعله هـــو تعبئـــة طلـــب خاص "يصرح فيه عن دخله" (ويكتفي البنك بذلك دون التحقق من بيان الـــدخل). وإذا كـــان طالـــب القرض يشك في إمكانية استعلام الجهة المقرضة عن صحة المعلومات المقدمة، فكل ما عليه هو زيارة موقع شركة على الإنترنت ومقابل 55 دولار يقدم له العاملون في هذه الشركة الصغيرة (مقرها ولاية كاليفورنيا) إشعارات بالرواتب لتكون "دليلاً" على الدخل، وبدفعه رسماً إضافياً مقداره 25 دولاراً فإنهم يضعون من يرد على المكالمات الهاتفية ويجيبون أجوبة تعطي عنه صورة "لمّاعة" إذا استفسر البنـــك عن وضعه المالي.

لكن ما أخلط الأوراق هو قيام البنك المركزي الأمريكي برفـــع ســـعر الفائـــدة بشـــكل مســـتمر من 1% سنة 2004 إلـــى 5,25% ســـنة 2006، آخـــذا بعـــين الإعتبـــار تطـــورات المؤشـــرات الإقتصادية التضخم والنمو، مـــا أدى إلـــى زيـــادة معـــدلات الفائـــدة المطبقـــة علـــى المقترضـــين وبالتالي زيادة قيمة الأقساط الدورية (الشهرية) الواجب دفعهـــا للبنـــوك، والتـــي أصـــبحت تشـــكل نسبة معتبرة من مداخيلهم المتواضعة، فوجـــدوا أنفســـهم مخيـــرين بـــين دفـــع هـــذه الأقســـاط أو إطعام عائلاتهم، فكان الإختيار الثاني هو المنطقي، وبالتالي توقـــف عـــدد كبيـــر مـــن المقترضـــين عن دفع مستحقاتهم. بالنتيجة بلغ عدد العاجزين عـــن ســـداد القـــروض منخفضـــة الجـــودة صـــيف سنة 2007 ما نسبته 15%، مقابل 5% في المعـــدل بالنســـبة لمجمـــل القـــروض العقاريـــة خـــلال نفس الفترة، وهو رقم قياسي بالولايات المتحدة الأمريكية منـــذ ســـنة 1986. ويقـــدر مجمـــوع قـــيم القروض العقارية في الولايات المتحـــدة عـــام 2008 بـــــ 12 تريليـــون دولار، كـــان أكثـــر مـــن 2,9% منها مع مجيء شهر أوت من سنة 2008 إما تحت المصـــادرة أو قـــد دخلـــت فـــي حالـــة تعثر، علمـــا أن 43% مـــن حـــالات المصـــادرة لقـــروض عقاريـــة ذات معـــدل فائـــدة متغيـــر، لمقترضين أقل جودة (*subprime borrowers*).

---

[1] *Le Figaro Economie, 9 octobre 2007, page 18, cité par, Taher Ben Dhief,* ***La Politique Monétaire et la crise Immobilière : Cas du Subprime****, Mémoire de fin d'études Pour l'obtention de la maîtrise en sciences économiques, UNIVERSITE DE MONASTIR, Tunisie, 2008.*

إن عجز المقترضين عن السداد انعكس مباشرة على المؤسسات المالية المختصة في التمويل العقاري، التي قامت بمصادرة المنازل المعنية وعرضها للبيع (خلال عام 2007 فقط تعرض أكثر من 3,1 مليون منزل لمطالبات قانونية بالمصادرة)، ما أدى إلى انخفاض قيمتها نظرا لعرض عدد كبير منها، وبالتالي عدم قدرة الجهة المقرضة على استرجاع كامل حقوقها. حيث خسر السوق العقاري الأمريكي حوالي 20% من قيمته في 18 شهرا التي سبقت الأزمة. الأمر الذي أدى إلى إفلاس المؤسسات المتخصصة في التمويل العقاري.

❖ **من أزمة عقارية إلى أزمة مالية.**

انتقلت الأزمة إلى كامل النظام المالي بفعل العدوى، التي كانت تقنية التوريق[2] – إحدى المشتقات المالية– هي العامل الرئيسي فيها. حيث تتم عملية التوريق (أو التسنيد) على خطوتين، الأولى جمع أصول متشابهة ذات طبيعة غير سائلة بمعرفة الدائن الأصلي في محفظة مرجعية، ثم تنقل حيازتها إلى شركة ذات غرض خاص تتولى في الخطوة الثانية تمويل حيازة هذه الأصول عن طريق إصدار أوراق مالية قابلة للتداول بضمان هذه الأصول، والتي يتم بيعها لمستثمرين في سوق المال (بنوك، صناديق تحوط، مؤسسات تأمين، صناديق تقاعد، صناديق استثمار...) بعد الحصول على تصنيف ائتماني لها. إن ما دفع المستثمرين إلى الإقبال على الإكتتاب بشكل كبير في هذه السندات هو الرغبة تعظيم أداء صناديقهم الإستثمارية، نظرا للعائد المرتفع نسبيا الذي تضمنه المردودية العالية لها. لكن الإشكال يكمن في إسراف المؤسسات المالية في توريق الديون، والذي تولد عنه اختلال ضخم في نسبة المديونية إلى الأصول الحقيقية التي تغطيها، وبالتالي زادت إمكانية تجسد المخاطر وعلى رأسها مخاطر السيولة في حالة عَجْز إحدى المؤسسات المالية أو مقترضيها عن السداد. كما أن المستثمرين المكتتبين في سندات الرهن العقاري قاموا بالاقتراض لشرائها ثم الإقتراض بضمانتها على اعتبار أنها مسندة لأصول حقيقية، أي أنهم استخدموا ديونا للحصول على مزيد من الديون، ما يعني ابتعاد الأصل المالي عن الحقيقي بخطوة ثانية. كما أنهم قاموا بضمان هذه السندات لدى شركات تأمين تعهدت، مقابل أقساط تأمينية، بدفع قيمتها في حال عجز البنك المصدر عن الوفاء بالتزاماته، وهو الأمر المستبعد حدوثه على نطاق واسع، لكن العكس هو ما حدث جارًّا معه شركات التأمين إلى الهاوية.

من جانب آخر قام المقترضون في وقت سابق شهد ارتفاعا مذهلا لقيم مساكنهم، برهنها مقابل الحصول على قروض من بنوك أخرى (59% من مقترضي *subprimes*)، لأغراض استهلاكية (شراء سيارة، عطلة، نفقات دراسة، نفقات علاج...)، وقامت البنوك المقرضة هي الأخرى بتوريق هذه الديون، وبيع السندات المسندة للأصول المعنية في السوق المالي.

وفي خطوة أخرى، قامت البنوك بإصدار مشتقات مالية للمضاربة على فروق أسعار هذه السندات، وتم طرحها في الأسواق هي الأخرى، وتم تداولها منفصلةً عن السندات، وبالتالي حُمِّلت المنازل بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمتها، وانقطعت الصلة بين حَمَلَة السندات والمقترضين بضمان العقارات. حيث بلغ حجم المشتقات المالية التي تسببت بالأزمة الحالية إلى رقم خيالي هو 500 تريليون[3] دولار وفقًا لبنك التسويات الدولي (أحد مؤسسات البنك الدولي)، وهو رقم ضخم مقارنة بحجم الاقتصاد العالمي بكامله وهو 60 تريليون دولار، وبحجم السوق الأمريكي البالغ 30 تريليون دولار. أي أن المشتقات التي تقدر بأضعاف إجمالي الاقتصاد العالمي كانت تتحرك بعيد عن أنظمة الرقابة.

[2] تقنية تمويلية ظهرت في السبعينيات، تقوم البنوك بتحويل ذممها إلى سندات قابلة للتداول يقوم مستثمرون مختلفون بشرائها، ويتم تسديد مستحقاته من عائدات الأصل المسندة له.

[3] ألف مليار

وهكذا أصبح الجميع يتنازع على ملكية أو الحقوق على المنزل، فصاحب المنزل يظن أن له حقًّا في المنزل لأنه اشتراه، شركات التمويل العقاري والبنوك المقرضة تظن أن لها حقًّا في المنزل لأنه مرهون لها، المؤسسات الأخرى التي أعاد المشتري رهن العقار لها مقابل قرض جديد تظن أن لها حقًّا في المنزل، وشركة التأمين تقول إن لها حقًّا في المنزل، أي إن العقار الواحد أصبحت عليه حقوق للعديد من الأطراف بأضعاف قيمته.

ومن المعروف أن المؤسسات المالية المقدمة للقروض رغم بيعها تعتبر مسئولةً مع شركات التوريق عن متابعة تحصيل الأقساط والفوائد وتسليمها لحملة السندات، وبتوقف المقترضين عن السداد تركوا المنازل التي أصبحت قيمتها أقل بكثيرٍ من قيمة القروض للمؤسسات المالية، فضلاً عن عدم تمكُّن هذه المؤسسات من بيعها للركود الحاصل في سوق العقارات، وبالتالي أصبحت هذه القروض رديئةً ولا يمكن تحصيلها، علما أنها مُموّلة أصلاً من ودائع عملاء آخرين.

من جانبهم، بدأ العملاء بسبب فقدانهم الثقة في البنوك، بسحب جماعي لأموالهم عجزت معه المؤسسات المالية عن مواجهته فأعلنت إفلاسها[4]، وفي المقابل انخفضت أسهمها، فأدَّى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية. نأخذ على سبيل مؤسسة *New Century Financial Corporation* التي انخفضت قيمة أسهمها في البورصة بمقدار 90%، مما أدى إلى انهيار أسهم الصناعة الإقراضية عبر قناة البنوك المساهمة في مؤسسات التمويل العقاري، ومنه انتقلت العدوى إلى سوق الإقراض بين البنوك التي باتت تخشى عدم استرجاع أموالها بسبب عدم معرفتها لمدى تورط البنوك الأخرى، ورفضت إقراضها حتى للفترة القصيرة والقصيرة جدا، الأمر الذي أدى في نهاية المطاف إلى شلل السوق النقدي وبالتالي كامل النظام المالي.

في ما يخص الأسواق المالية، شهدت بداية أزمة ثقة في الفترة الممتدة بين شهري فيفري ومارس 2007، قبل أن تبلغ أشدها في منتصف شهر جويلية بعد إعلان انهيار صندوقي تحوط تابعين لبنك *Bear Stearns* الأمريكي، ثم في يوم 9 أوت (الثلاثاء الأسود) ازداد الأمر حدة بإعلان تجميد ثلاثة صناديق نشطة للبنك الفرنسي *BNP Paribas*، مما أدى إلى خسارة مؤشر *CAC*40 لـ 78 نقطة (2,17%−) في ذات اليوم نظرا للوزن الكبير لسيولة صناديق التحوط في الأسواق المالية، لتنتقل العدوى لبقية الأسواق. انتقلت لدول أخرى بسبب العولمة المالية وانفتاح الأسواق، على اعتبار أن ضخامة السوق الأمريكي اجتذبت المستثمرين من باقي دول العام بحثا عن مردودية كبيرة ومضمونة لحد كبير، ونظرا لاعتياد المستثمرين على استثمار أموالهم في عدة أسواق لتعويض الخسارة التي يمكنهم التعرض لها في سوق ما. كما أن ظهور بوادر الإنكماش الاقتصادي في الولايات المتحدة ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية، على اعتبار أهمية حجم الواردات الأمريكية التي مثلت سنة 2006 أكثر من 15% من إجمالي الواردات العالمية (حسب إحصائيات المنظمة العالمية للتجارة).

❖ من أزمة مالية إلى أزمة إقتصادية.

لم تقتصر الأزمة على الجانب المالي بل تجاوزته لتصيب الجانب الحقيقي للإقتصاد، أي أنها تحولت من كونها أزمة مالية إلى كونها أزمة إقتصادية (الإستثمار، الإنتاج، العمالة...)، ما أدى إلى تراجع معدلات النمو بشكل حاد خاصة في الولايات المتحدة، دول الإتحاد الأوروبي واليابان. وظهرت

[4] زبائن البنك البريطاني Northern Rock سحبوا 12% من إجمالي ودائعه خلال ثلاثة أيام.

أول معالمها على هذا الصعيد في الصعوبات الكبيرة التي تواجه شركات صناعة السيارات (على غرار جنرال موتورز)، وهذا مؤشر واضح من ضمن مؤشرات عديدة على أن الاقتصاد العالمي يدخل إلى ركود حاد أكثر حتى من ركود عقد الثلاثينات من القرن الماضي. وقد انتقلت الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي عبر عدة قنوات أبرزها:[5]

- غلاء القروض من جديد: رغم جهود البنوك المركزية لتخفيف الضغط على السوق إلا أن معدلات الفائدة ارتفعت، وأصبح ليس من مصلحة المؤسسات والأفراد الاقتراض. هذا ما يعرف بأزمة الائتمان (*credit crunch*) التي تكبح الاستثمار والاستهلاك، وبالتالي النمو؛
- أثر الذمة المالية: انهيار كل من الأسواق المالية وسوق العقار عبر تدني قيمها يمثل هدم للثروة، الأمر الذي يضغط على سلوك الأسر والمؤسسات؛
- الانتظار: عدم استقرار الجهاز المصرفي والخشية من انهيار متواصل لمؤسسات الإقراض يؤثر على نفسية كل المتعاملين الاقتصاديين الذين يفضلون انتظار هدوء العاصفة قبل اتخاذ أي قرار.

عموما، يمكن تلخيص أهم أسباب الأزمة فيما يلي:

- سعر الفائدة: يقوم النظام المالي العالمي على التعامل بالفائدة أخذا وعطاءً، لكن من يتحمله في الأخير هو المستهلك. كما أن بعض الاقتصاديين، وعلى رأسهم آدم سميث، يرون أنه لا تتحقق التنمية الحقيقية والاستخدام الرشيد لعوامل الإنتاج إلا إذا كان سعر الفائدة صفرا، وأن البديل هو نظام المشاركة في الربح والخسارة لأنه يحقق الاستقرار والأمن، ويعتقدون كذلك إن نظام الفائدة يقود إلى تركز الأموال في يد فئة قليلة ما يؤدي إلى اتساع الهوة الاجتماعية (عدم القدرة على السداد)؛
- المشتقات المالية: وعلى رأسها التوريق، والتي تعتمد اعتمادا أساسيا على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، ما يؤدي في نهاية الأمر إلى توسع الهوة بين الأصول الحقيقية والأصول المالية، وبالتالي اقتصاد غير متوازن تغلب عليه الأصول الوهمية؛
- المضاربة: بدافع الرغبة في الربح السريع، يقوم المضاربون بالمتاجرة في أصول معينة تعد بمردودية مرتفعة، لكن توجههم نحو أصول معينة دون غيرها يخلق ما يعرف بالفقاعة التي تتجسد في الارتفاع غير العادي لأسعار الأصول المعنية، علما أن كل الفقاعات تنتهي في الأخير بانفجارها الذي له تبعات سلبية على الاقتصاد؛
- صناديق التحوط: أو ما يوصف بكازينوهات الأثرياء، على اعتبار أنهم لوحدهم يمكنهم دخولها (نظرا لارتفاع قيمة رسوم الإشتراك المقدرة بمليون دولار كحد أدنى). تعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرق بين القيمتين، وهو ما يسمى "الرفع المالي". والأهم من كل هذا أنها غير مسجلة، ولا تخضع للرقابة مثل صناديق الاستثمار العادية، لكن السيولة الهائلة والمكسب السريع، قادا لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، حتى باتت توصف بأنها مالكة الكون؛

---

[5] *Pierre-Antoine Delhommais, Claire GatinoiS et Anne Michel, **La crise financière en questions**, LE MONDE, 16 septembre 2008.*

- ضعف الرقابة والشفافية المالية: أثبتت الأزمة المالية الأخيرة ضعف الأجهزة الرقابية التي تركت المجال واسعا للمؤسسات المالية التي لم تحترم القواعد الإحترازية ومنحت قروضا لأطراف غير مؤهلين، كما توسعت في عملية التوريق بإصدارها لسندات مختلفة الجودة ووضعها في محفظة واحدة منحت لها مؤسسات التنقيط نقاطا تفوق جودتها. هذا زيادة على عدم تماثل المعلومة (*asymmetric information*) وانعدام الشفافية التي تجسدت في تقديم معلومات مظللة عن الوضعيات المالية لمختلف الأطراف؛
- تدخل الدولة: لطالما طالب المفكرون اللبراليون الذي يؤمنون بقدرة الاقتصاد على تحقيق توازنه دون تدخل خارجي بضرورة ترك الحرية للسوق وعدم تدخل الدولة، لكن المواقف تغيرت عقب الأزمة، وتعالت العديد من الأصوات التي تنادي بأهمية الدور الرقابي الذي تلعبه الدولة.

عموما، تعتبر النقاط المذكورة أبرز الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية الأخيرة، والتي كلها تدفع إلى التساؤل عن دور السلطات النقدية في هذا كله، وعن السياسات النقدية المتبعة ومدى مساهمتها في الأزمة المالية الأخيرة، وكذا عن مدى فعاليتها في مثل هذه الأوضاع، الأمر الذي نحاول الإجابة عن في المحور التالي.

2. السياسة النقدية التوسعية والأزمة المالية:

يمكن تعريف السياسة النقدية بأنها مجموع الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية لإدارة عرض النقود، سعر الفائدة، سعر الصرف، والتأثير في شروط الإئتمان لتحقيق أهداف إقتصادية معنية. إذا، يبدو أن السياسة النقدية تصبو لتحقيق عدة أهداف في الإقتصاديات الوطنية بغض النظر عن مستوى تقدمها أو تخلفها، لعل أبرز هذه الأهداف على الإطلاق:

- ✓ تحقيق الإستقرار في المستوى العام للأسعار من خلال التحكم في معدلات التضخم؛
- ✓ تحقيق معدلات عالية للعمالة؛
- ✓ تعزيز النمو الإقتصادي عبر تشجيع الإستثمار والإستهلاك؛
- ✓ معالجة الإختلالات في موازين المدفوعات عن طريق الحفاظ على قيمة معينة للعملة الوطنية (سعر الصرف)؛
- ✓ رفع كفاءة النظام المالي والمحافظة على سلامته.

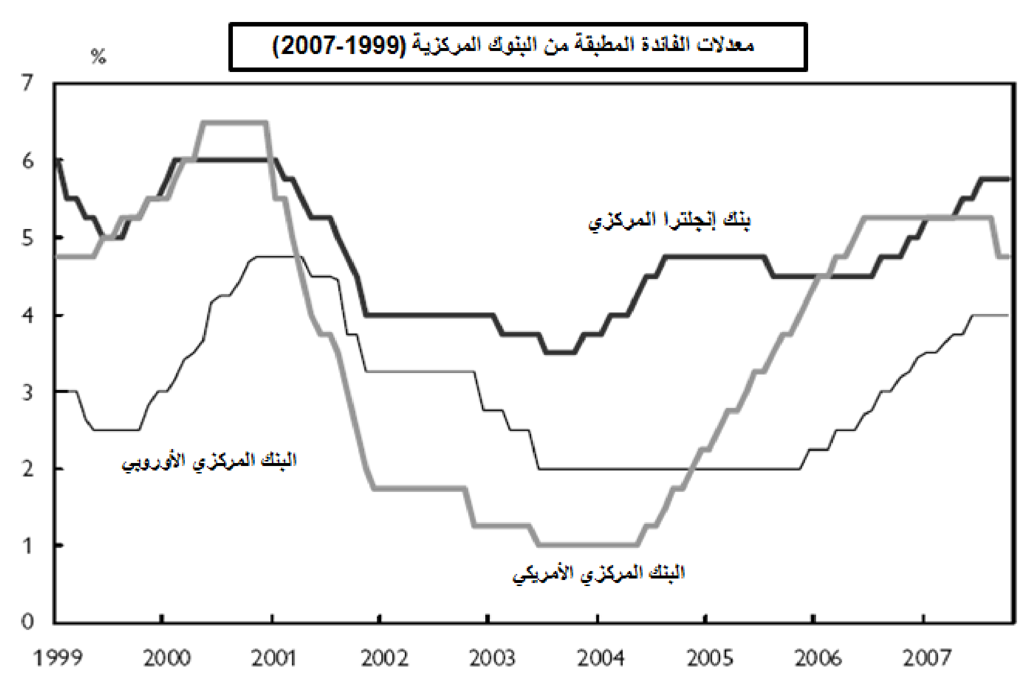
هاته الأهداف وإن كانت متداخلة بطبيعتها، إلا أنها تثير أيضا مشكلة التعارض الذي ينشأ فيما بينها. لذا، فإنه يبدو من الضروري التأكيد على أهمية التنسيق فيما بين السياسات النقدية المختلفة، وأهمية القيام بتشخيص للمشكلة الإقتصادية قبل المباشرة في اتخاذ الوسائل والأدوات المناسبة لعلاجها. وهذا الأمر له دلالته الواضحة عند الحديث عن ضرورة تطبيق سياسات نقدية رشيدة، خاصة في ما يتعلق بواقعية الأهداف التي تسعى السلطات النقدية لتحقيقها، وكذا إمكانية تحقيقها دون إحداث انعكاسات إقتصادية قد تؤدي إلى مزيد من تفاقم المشاكل الإقتصادية.

البنوك المركزية باعتبارها السلطة النقدية، تلعب دورا بارزا سواءً في قلب السوق النقدي كمنظِمة لكتلة وقيمة النقود، وكذا بالإشراف على السوق كسلطة رقابية. لذا فإن البنوك المركزية، وحتى تشجع الاستثمار والاستهلاك، تتبنى سياسة نقدية توسعية تقتضي تخفيض معدلات الفائدة المطبقة، الأمر الذي

يشجع البنوك التجارية على التوسع في منح الإئتمان، نظرا لانخفاض تكلفة النقود (الإقتراض) على اعتبار أن البنك المركزي يعتبر بنك البنوك والمقرض الأخير في الإقتصاد.

في سياق الحديث عن دور السياسة النقدية التوسعية ومدى تورطها في الأزمة المالية الراهنة، يبدو من الضروري إلقاء نظرة عن السياسات النقدية التي تبنتها أهم الكيانات الإقتصادية العالمية قبل الأزمة، على غرار الولايات المتحدة الأمريكية، الإتحاد الأوروبي، المملكة المتحدة. حيث وكما نلاحظ في الرسم البياني أدناه، قامت مختلف البنوك المركزية عقب الإنهيار الإلكتروني مطلع القرن بانتهاج سياسة نقدية توسعية امتدت حتى سنة 2004 التي شهدت تحولا في السياسات النقدية المتبناة، أي من السياسة التوسعية إلى سياسة انكماشية.

ففي حقبة التسعينيات اتبع البنك المركزي الأمريكي سياسة نقدية توسعية قادها محافظ البنك آنذاك *Alan Greenspan*، بتطبيقه لمعدلات فائدة جد منخفضة جعلت القرض أقل تكلفة، قادت إلى تكوين فقاعة مضاربة (*Bulle Spéculative*) في قطاع الإنترنت، الأمر الذي انتهى بانفجار الوضع سنة 2000. بعد الإنهيار الإلكتروني قام البنك المركزي الأمريكي بإتباع سياسة توسعية لدفع عجلة نمو الإقتصاد الأمريكي من جديد، خاصة بعد هجمات 11 سبتمبر 2001، حيث وصلت معدلات الفائدة – بعد تخفيضات متتالية – لـ 1,75% مطلع سنة 2002 بعد أن كانت تقدر بـ 6,5% سنة 2000؛ ثم – بعد تغييرات أقل تقارب زمنيا – وصلت المعدلات إلى 1% منتصف سنة 2003 .



المصدر: *Christophe Blot et autres*, 2007[6]

البنك المركزي الأوروبي بدوره اتبع سياسة توسعية بعد انهيار الفقاعة الإلكترونية لإنعاش الإقتصاد، حيث قام بخفض معدل الفائدة ست مرات متتالية من 4,75 سنة 2001 إلى 2%. لذا يمكننا أن نلاحظ أن السياسة النقدية الأوروبية تتبع السياسة الأمريكية لكن بفارق زمني يقدر بسنة تأخير، لكن يعتبر المختصون أن المعدلات المطبقة من طرف البنك المركزي الأوروبي مدروسة بشكل أفضل

[6] *Christophe Blot, Catherine Mathieu, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth,* ***Politiques monétaires: Banques centrales au bord de la crise financière****, Département analyse et prévision de l'OFCE, Revue de l'OFCE N°103, Octobre 2007, P : 153.*

مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية. البنك البريطاني هو الآخر تبنى سياسة نقدية توسعية اقتضت تخفيضه لمعدلات الفائدة من 6% سنة 2001 إلى 3,5% منتصف سنة 2003.

إنطلاقا من تحليل المعطيات السابقة يمكن القول، أن التخفيض الكبير في تكلفة النقود أطلق العنان لعمليات اقتراض ضخمة لغرض المضاربة والاستهلاك، لا الاستثمار المنتج، حيث أن روبرت شيللر، أحد علماء الإقتصاد الأمريكيين، صرح عام 2005 بأن انهيار فقاعة أسهم شركات الإنترنت لعب دوراً بانتقال رؤوس الأموال المضاربة إلى سوق العقارات. وهو أمر منطقي حيث أن التسهيلات التي وضعتها السلطات الأمريكية في المجال العقاري شجعت بالمتعاملين الإقتصاديين المحليين والأجانب على توظيف الأموال، التي يتم الحصول عليها بتكلفة منخفضة أصلا نظرا للسياسة النقدية التوسعية المتساهلة، في السوق العقاري. إن الإقبال الكبير على السوق العقاري أدى إلى انتعاشه بشكل ملفت للنظر، وكذا إلى التمادي في التسهيلات المقدمة للمقترضين ما أدى إلى تشكل فقاعة مضاربة في المجال العقاري بحثا عن الربح السهل والسريع (كما رأينا في المحور السابق). وينسب بعض الأكاديميين الغربيين الفقاعات أحياناً لخطأ في السياسة النقدية، لا في حرية السوق. أي عندما يبقي البنك المركزي معدل الفائدة أقل من اللازم، فإن ذلك يطلق سيولة مالية كبيرة لشراء كمية محدودة من الأصول، فيؤدي لارتفاع سعرها بشكل مصطنع حسب قانون العرض والطلب.

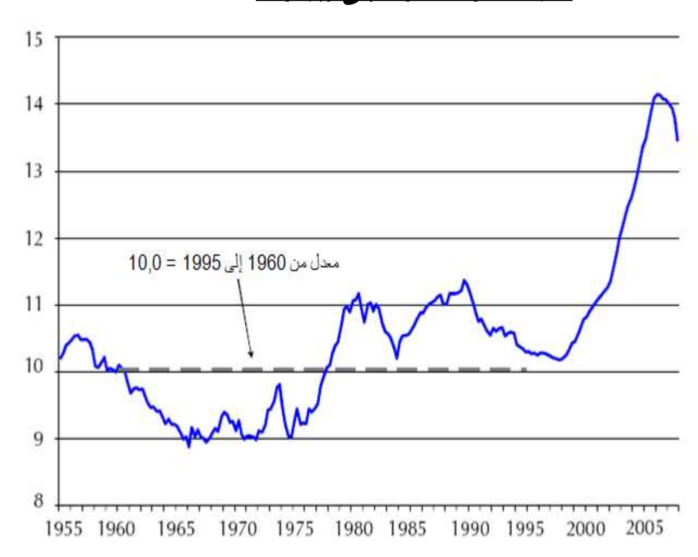
لكن لم تبقى الأمور على حالها طويلا وقامت البنوك المركزية (الأمريكي، الأوروبي والبريطاني) برفع معدلات الفائدة كإجراء منطقي استجابة لمختلف مؤشرات النمو وللمحافظة على معدلات التضخم عند مستويات معينة. حيث قام البنك المركزي الأمريكي برفع معدل الفائدة تسع مرات متتالية بين سنتي 2004 و2006 من 1 إلى 5,25%. البنك المركزي الأوروبي بدوره قام برفع معدل الفائدة ثمانية مرات متتالية ليبلغ 4% منتصف سنة 2007 بعد أن كان 2% نهاية سنة 2005. أما البنك المركزي البريطاني قام برفع معدل الفائدة خمس مرات متتالية ليبلغ 5,75% سنة 2007 بعد أن كان 3,5% سنة 2003.

إن رفع معدلات الفائدة من جديد أدى إلى غلاء القروض من جديد، الأمر الذي أدى إلى عجز المقترضين عن السداد وما نتج عن ذلك من تبعات تجسدت في انهيار السوق العقاري جارًّا معه النظام المالي والإقتصاد العالمي إلى الهاوية (كما رأينا في المحور الأول). هذا الأمر يدفعنا لاستنتاج أن السياسات النقدية التوسعية المتساهلة هي السبب الرئيسي وراء الأزمة المالية والإقتصادية التي يشهدها العالم اليوم. ويوجه الإتهام إلى السلطات النقدية الأمريكية بالدرجة الأولى، على اعتبار أن الولايات المتحدة الأمريكية كانت البلد الحاضن للأزمة. ويرى الاقتصاديون الأمريكيون أن تساهل السياسات النقدية الأمريكية منذ الإنهيار الإلكتروني عام 2000 وأحداث 11 سبتمبر تمثّل في تجاهل الإرتفاع غير الطبيعي الذي شهدته قيم الموجودات (المساكن) المستثمر فيها أو المرهونة لدى المؤسسات المالية بأعلى من سعرها. كما تجاهلت السلطات النقدية التدفقات الاستثمارية الكبيرة القادمة إلى السوق الأمريكية من مختلف الدول الأجنبية (خاصة من الصين ودول الخليج)، حيث أن تلك التدفقات كانت تبحث عن العائد الأعلى، ما دفع البنوك لتصميم أدوات ومنتجات مالية ذات عوائد عالية قائمة على توريق قروض الرهن العقاري وإصدار صكوك قائمة على التدفقات المالية لهذه القروض بمعزل عن تقلبات قيم المساكن نفسها. ولم يكن أمام البنك المركزي الأمريكي، وهو يسعى لتنشيط الاقتصاد الأمريكي، سوى تجاهل تزايد التدفقات الاستثمارية إلى هذا النوع من الاستثمار، الأمر الذي يدفعنا إلى

التساؤل عن مدى تقصير السلطات النقدية خاصة فيما يتعلق بضمان المراقبة والشفافية من أجل سلامة واستقرار النظام المالي.

بالعودة إلى النقطة المتعلقة بتطور أسعار الموجودات يمكننا أن نطرح تساؤلا هاما حول دور هذا الأمر في تشكيل السياسات النقدية الملائمة؟ فسياسات البنوك المركزية إلى حد الآن تتجاهل هذا الدور باعتبار أنها لا يمكن أن تتنبأ بالأزمات قبل حدوثها، ولكن يمكن التعامل مع نتائجها فيما بعد. حيث أن الزيادة المستمرة في أسعار أصل معين قد تمثل مؤشر لتكوُّن فقاعة مالية يجب التعامل معها ومعالجتها في المراحل المبكرة قبل تفاقم الأوضاع، ما يعني إمكانية التنبؤ بالأزمات الماليـــة وتبنـــي السياســـات النقدية الملائمة قبل تردي الأوضاع. فعلى سبيل المثال يمكننا في التمثيل البيـــاني أدنـــاه أن نلاحـــظ التطور الكبير الذي شهدته نسبة سعر المنازل إلى إيجارها السنوي، الأمر الـــذي يعتبـــر مـــن بـــين المؤشرات التي تعبر بشكل جيد عن الزيادة غير الطبيعية لأسعار المنازل. حيث أن المعدل الطبيعـــي هو أن يكون سعر البيت 10 أضعاف قيمة إيجاره السنوي، لكن الملاحظ أنه في الخمس سنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين بلغت هذه النسبة أكثر من 14 مرة، أي أن إرتفاع أسعار المنازل لا يمكن تفسيره بارتفاع عائداتها (الإيجار) بل بالأرباح الرأسمالية التي يمكن تحقيقها عن طريق المضاربة.

نسبة سعر المنازل إلى إيجارها



المصدر: Ratio of Federal Reserve Board flow of funds value of residential real estate, table B.100 line 4 to Bureau of Economic Analysis national income and product accounts housing service consumption, table 2.3.5 line 14.

إذا يمكننا أن نستنتج أن إتباع سياسة نقدية توسعية متساهلة لا ترافقها ضوابط تشريعية ملائمـــة، ينتج عنه إنخفاضا في تكلفة القروض يشجع المضاربين الباحثين عن الربح الســـهل والســـريع علـــى الحصول على قروض بشكل كبير وتوظيفها في قطاع معين يشهد رواجا كبيرا يعد بأرباح معتبرة (كما كان الحال بالنسبة للقطاع الإلكتروني نهاية القرن الماضي والقطاع العقاري بداية القرن الجاري). إن توجه المستثمرين بشكل كبير إلى قطاع معين في سلوك متجانس يسمى بلغة السوق المـــالي "ســـلوك القطيع" يؤدي إلى التطور غير العادي لأسعار الأصول المعنية، هذا التطور في الأسعار يعتبـــر مـــن المؤشرات الأولى على بداية تشكل فقاعة مالية تصل في انتفاخها إلى حد أعضمي تنفجر عنده لتبـــدأ الأزمة. إنفجار الفقاعة ما هو إلا تصحيح تلقائي للأسعار "المشوهة"، لكن لهذا التصحيح التلقائي آثـــار خطيرة على الإقتصاد، مما يستوجب ضرورة التدخل المبكر للسلطات النقدية للتصحيح في المراحـــل المبكرة حتى لا تتفاقم الأوضاع أكثر.

3. تقييم الإجراءات المتخذة لعلاج الأزمة:

ما إن بدأت أزمة الرهن العقاري حتى بدأت الأنظار تتجه للحكومات وعلماء الإقتصاد لإيجاد السبل التي تخرج الإقتصاد العالمي من أزمة أصبحت حقيقة لا مفر منها. لكن وقبل الحديث عن الإجراءات المتبناة لتجاوز أزمة الرهن العقاري، يبدو من الأفضل القيام أولا باستعراض الإجراءات المتبعة في ظل الأزمات الإقتصادية والمالية حسب وجهة نظر خبراء صندوق الدولي:[7]

- من الضروري كبح الأزمة وإعادة الثقة المفقودة دون تأخير، في هذه المرحلة على البنوك المركزية الإسراع في الإقراض حتى تتجنب تأثير أزمة سيولة على المؤسسات التي لا تزال سليمة؛
- في نفس الوقت لا يجب التغاضي عن الأهداف طويلة المدى، لأن الطريقة التي تعالج بها الأزمات تأثر على ترددها وعلى حدة الأزمات المستقبلية. حيث إذا أحست المؤسسات انه يمكنها الإستفادة من التعويم في حالة الأزمة فإنها لن تتجهز لتغطية خطر عدم القدرة على السداد مستقبلا؛
- يجب عدم تقديم سيولة وضمانات إجمالية بدون تمييز لأنها لا تسهم عادة في تسريع النمو، بل العكس، قد ينقِص هذا الأمر من مردودية عملية التعويم ويرفع من تكلفتها. لذا على الحكومات أن تميز بين المؤسسات التي لا تتمتع مطلقا بملاءة مالية وتلك التي تمتلك ملاءة نسبية ويمكن إنقاذها؛
- على الحكومات أن تكون في استعداد دائم للأزمات بإعدادها وتجريبها بصفة دائمة لخطة "مواجهة الأزمات" (*plan de lutte anti-crise*)؛
- بمجرد احتواء الأزمة، الأهم هو مواجهة انتشار تدني الرسملة (*sous-capitalisation*) وعدم الملاءة، حيث يجب إعادة رسملة البنوك من أجل مباشرة سيرورة النمو.

لذا يمكننا القول بأن السلطات النقدية للدول المعنية تتوفر على الخيارات التالية:

- ضخ مبالغ هائلة من النقود في الأسواق المالية للحد من مشكلة النقص الحاد في السيولة؛
- دخول الحكومة كشريك من خلل التأميم، وتشجيع عمليات الاندماج والاستحواذ؛
- إعتماد سياسة نقدية توسعية بخفض أسعار الفائدة، تشجيع الإستثمار والإستهلاك بقدر الحد من التراجع الإقتصادي.

لا يوجد حل للأزمة من خلال السوق، ومن المخطأ الإعتقاد بأن بإمكان السوق الرجوع تلقائيا لوضع التوازن. ومنه فإن تدخل الحكومات يعتبر أمرا ضروريا ليس لتفادي ما لا يمكن تجنبه من خسائر ضخمة وعمليات إفلاس البنوك، والتصحيح التلقائي لأسعار الأصول. بل من الضروري التدخل لتجنب الإنهيار المالي عندما تنخفض أسعار الأصول بأكثر من المستوى الذي تبرره المبادئ الإقتصادية وأزمة الإئتمان. أما الحلول البديلة التي تسمح للقطاع الخاص بإعادة هيكلة الرهونات العقارية والإعتماد على ميكانزمات السوق لا يجب إقصاؤها بل يجب أن تكمل الجهود الحكومية.

فالأزمة كما صنفها المحللون، هي "أزمة سيولة" و"أزمة ثقة"، حيث أن السيولة انخفضت بشكل كبير لدى البنوك، والثقة فقدت أيضا، لذا لجأ المودعون لسحب ودائعهم ولم تستطع البنوك تلبية طلبات

---

[7] *Asli Demirguc-Kunt, **Comment remettre les banques à flot ?**, site FMI, 18/02/2009.*

السحب الكبيرة والمفاجئة ما عجّل بإعلان العديد منها إفلاسه نظرا لعدم إمكانية اقتراضه من بنوك أخرى لتلبية طلبات السحوبات. لذا تقوم الحكومة بضمان الودائع ضمن حدود معينة لمواجهة أزمة الثقة، أما أزمة السيولة فتواجه بضخ المليارات في الأسواق المالية.

في ظل هذه المعطيات توجهت الأنظار للحكومات (خاصة الأمريكية والأوروبية) التي أصبحت مطالبة بالتحرك بوضع الخطط الكفيلة لإخراج الإقتصاد العالمي من الأزمة، لكن الدول الأوروبية في بداية الأمر حمّلت الولايات المتحدة الأمريكية مسؤولية الأزمة، واعتبرت أن عليها العمل لإيجاد السبل والوسائل الكفيلة بمعالجتها.

لذا جاءت خطة الإنقاذ الأمريكية التي صاغها وزير الخزانة الأميركية هنري بولسون لإنقاذ النظام المالي الأميركي بعد أن وافق عليها الكونغرس في 3 أكتوبر 2008، والتي تهدف إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأملاك العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب، وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن. حيث تقوم الخطة على شراء الديون الهالكة التي تقض مضاجع السوق المالية الأميركية وتتسبب بانهيارها، وتعود في معظمها إلى السياسة الخاطئة للرهونات العقارية التي اعتمدها المضاربون الماليون في وول ستريت. وتنص الخطة على:[8]

1- السماح للحكومة الأميركية بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري؛

2- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس، ويملك أعضاء الكونغرس حق النقض (الفيتو) على عمليات الشراء، التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بسبعمائة مليار دولار؛

3- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق؛

4- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى، لوضع خطط مماثلة؛

5- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد؛

6- منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها نحو 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات؛

7- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم؛

8- منع دفع مكافئات تشجع على مجازفات لا فائدة منها؛

9- استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد؛

10- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم هذا المجلس رئيس البنك المركزي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة؛

11- يسهر مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على مراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات؛

12- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة؛

13- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة؛

14- اتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.

بمجرد صدور هذه الخطة تضاربت الآراء حولها بين مؤيدة ومعارضة، فبعض الإقتصاديين اعتبر الخطة علاجا جراحيا يقدم حلا شاملا من خلال إنقاذ الوضع المالي وضمان عدم انتقال المشكلات

---

[8] الجزيرة نت، **خطة الإنقاذ المالي الأميركية**، 03 أكتوبر 2008. www.aljazeera.net

التمويلية إلى الشركات لتقتصر على القطاع المالي فقط[9]. كما أنها تضمن استمرارية الثقة في البنوك الأميركية، وتقدم علاجا للمشكلات من حيث معاقبة من كانوا مسؤولين ثم إيجاد الحلول لسد الثغرات المتعلقة بارتفاع أسعار العقارات بعدما جرت البنوك وراء الأسعار المرتفعة. لكن البعض الآخر يعتقد أنه يتعين على وول ستريت أن تحل مشكلاتها بنفسها، وأبدو قلقهم من الثمن الذي سيتحمله دافعو الضرائب الأميركيون، فحسب رأيهم، لا توجد ضمانات كافية لإنجاح الخطة، ويعتبرونها تبديدا للأموال العامة، كما أن الخطة ستفيد البنوك على المدى القصير في التخلص من أعباء الديون المعدومة والاستثمارات العاطلة، لكن مع وجود شكوك في إمكانية أن تعود أسعار هذه الأصول إلى الارتفاع في المستقبل.

أما المفوضية الأوروبية فقد أعربت عن قبولها تدخل بعض الدول الأوروبية لإنقاذ مؤسسات مالية من الإفلاس، مع ضرورة احترام قواعد المنافسة، حيث اعتبر رئيس المصرف المركزي الأوروبي جان كلود تريشيه أن مؤسسات الاتحاد الأوروبي ليست مهيأة لإطلاق خطة إنقاذ مصرفية مماثلة لخطة الولايات المتحدة لعدم وجود ميزانية فدرالية بالاتحاد الأوروبي. وتضمنت رزمة الاقتراحات تشديد فرض قواعد على حجم الأموال التي يمكن للبنوك إقراضها لطرف واحد، وهي العملية التي ترتفع فيها نسبة المخاطر وتتسبب بأزمات. حيث صوت النواب الأوروبيون في 6 ماي 2009 على قواعد جديدة تهدف إلى استباق أزمات جديدة في القطاع المصرفي، وذلك بتوسيع نطاق مراقبته والتقليل من المخاطرة التي تقوم بها المؤسسات البنكية. حيث يمنع البنك من تعريض أكثر من 25% من أمواله الخاصة لزبون واحد، أو لمجموعة واحدة من الزبائن، وذلك بغرض التقليل من خطر الإفلاس المتعاقب (سلسلة). هذه العتبة لا يمكن تجاوزها إلا من طرف المؤسسات الإقراضية وذلك بمبلغ أقصاه 150 مليون أورو. وعلاوة على هذا يتوجب على مؤسسات التوريق التي تتميز الأوراق المالية التي تصدرها بدرجة عالية من المضاربة الحفاظ على الأقل على 5% من قيمة هذه الأوراق في رأسمالها.[10] وقال مفوض السوق الداخلية بالاتحاد تشارلي مكريفي إن من شأن هذه القواعد الجديدة "تقوية الإطار التنظيمي لبنوك الاتحاد الأوروبي والنظام المالي.

إذا يمكن القول أن السلطات النقدية تحركت في ثلاثة اتجاهات:

- **تأميم البنوك:** وهي عملية تخلّص حملة الأسهم العادية والممتازة من المؤسسات المفلسة، بل ربما الدائنين غير المؤمَّنين في حالة إعسارهم عن تسديد مبالغ ضخمة، في حين تقدم جانباً إيجابياً بعض الشيء لدافعي الضرائب، وأن تعمل على حل مشكلة إدارة أصول البنوك السيئة من خلال إعادة بيع أغلب الأصول والودائع- مع توفير الضمانات الحكومية الكافية- لحملة أسهم جدد من القطاع الخاص، بعد تطهير الأصول السيئة.
- **تخفيض معدل الفائدة:** قامت البنوك المركزية في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا بتخفيض معدلات الفائدة بنسب متفاوتة (أنظر الشكل أدناه). هذه الخطوة لها أثران إيجابيان من الناحية المالية والحقيقية، فمن الناحية المالية تساعد معدلات الفائدة المنخفضة على تخفيض تكاليف الاقتراض حتى يقبل الناس على تسديد تلك القروض بالتالي تتوفر السيولة لدى البنوك لتقابل سحوبات المودعين التي تدفقت لضمان أرصدتهم من التبخر، أما من الناحية الحقيقية يؤدي تخفيض معدلات الفائدة إلى تشجيع مستويات الاستهلاك والاستثمار ومن ثم رفع مستويات

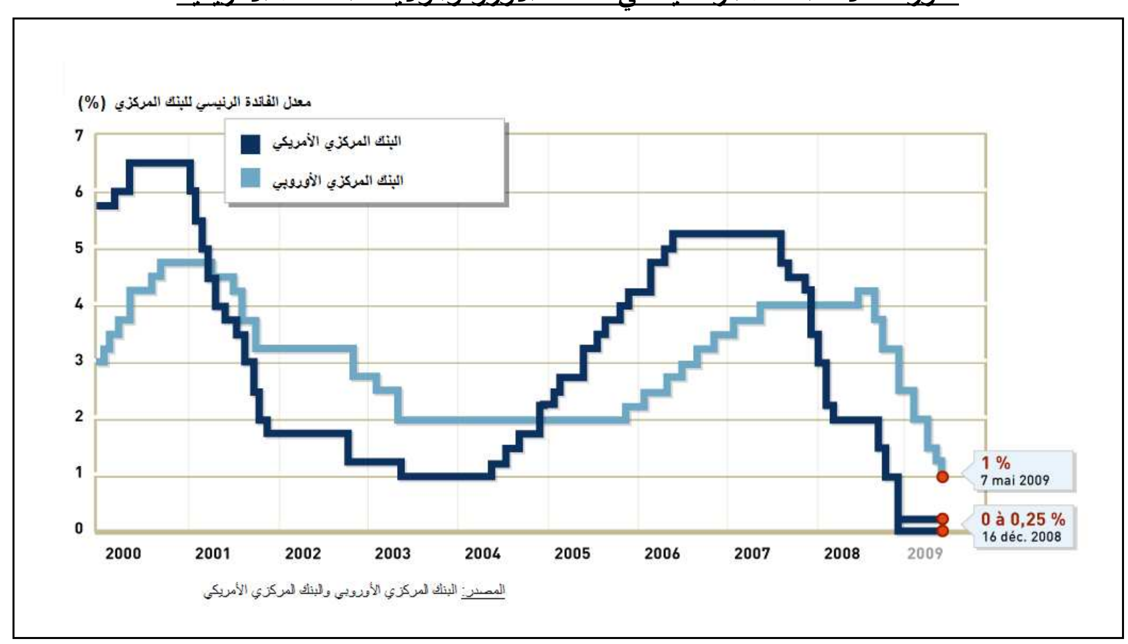
[9] كان هذا قبل انتقال الأزمة إلى الإقتصاد الحقيقي.

[10] ***<u>Nouvelles règles européennes sur la supervision bancaire</u>***, *La Tribune.fr, 06/05/2009*

النشاط الاقتصادي. في الولايات المتحدة، من منتصف 2007 إلى نهاية 2008، تم تخفيض معدل الفائدة من 5,25 إلى 0,25%، وقرر البنك المركزي الأمريكي في 18 ديسمبر 2008 الحفاظ على معدل فائدة في مجال يتراوح من 0 إلى 0,25%، وهو مستوى لم يتم بلوغه من قبل. أما البنك المركزي الأوروبي فقد قام بسبع تخفيضات متتالية حملت معدلات الفائدة من 4.25 إلى 1%، حيث عندما قرر البنك المركزي الأوروبي في 5 مارس 2009 تخفيض معدل الفائدة من 2 إلى 1,5%، كانت المرة الأولى في تاريخ التي ينزل فيها المعدل إلى أقل من 2%. كما قرر مجلسا إدارة البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا في 6 أوت 2009 إبقاء سعر الفائدة الرئيسي كما هو، أي في حدود 1% بمنطقة دول الإتحاد الأوروبي، و0,5% في بريطانيا.

- **ضخ السيولة:** من أجل إعادة السوق إلى شروط العمل العادية ولتجب المزيد من عمليات بيع الأصول الجيدة. في 9 أوت 2008 ضخ البنك المركزي الأوروبي 95 مليار أورو، و 61 مليار في اليوم الموالي كما أقرض 50 مليار أورو بمعدل فائدة متوسط يقدر بـ 4,5%. البنك المركزي الأمريكي ضخ في نفس الفترة 24 و38 مليار دولار على التوالي، ثم في 26 سبتمبر ضخ 38 مليار دولار.

<u>تطور معدلات الفائدة الرسمية في منطقة الأورو والولايات المتحدة الأمريكية</u>



المصدر: البنك المركزي الأوروبي والبنك المركزي الأمريكي

إذا من الواضح أن السياسة المتبعة تتلخص في ضخ سيولة كبيرة مع معدلات فائدة منخفضة، لذا فمن الضروري التساؤل عن مدى فعالية هذه السياسة ومدى ملاءمتها للأوضاع السائدة.

البعض يشك في فعاليتها: المدير الجديد لصندوق النقد الدولي *Dominique Strauss-Kahn* في تصريح له لـ *Financial Times* (4 فيفري 2008)، إعتبر أن السياسة النقدية تعتبر خط الدفاع الأول، لكن فعاليتها يمكن أن تكون محدودة في تحفيز الإستثمار والإستهلاك بنفس السرعة كما في الأوقات العادية. وقال أن البنوك التي تعرضت لخسائر كبيرة في رأسمالها يمكنها أن تستفيد من معدلات الفائدة

المخفضة لدى البنوك المركزية لتمتين ميزانياتها، دون أن تعكس هذا التخفيض في شروطها الإقراضية.

تخوف من نوع آخر أبداه بعض الإقتصاديون على غرار *Patrick Artus* رئيس إقتصادي بـ *Natixis*، و *Charles Wyplosz* أستاذ بمعهد الدراسات الدولية بجنيف اللذان يعتقدان بأن ضخ سيولة كبيرة مع الحفاظ على معدل منخفض لسعر الفائدة يمكن أن يساهم في تشكل فقاعة مالية جديدة، وبالتالي أزمة جديدة.

تجدر الإشارة هنا أن أهم عنصر لنجاح السياسة النقدية يتمثل في تجاوب القطاع الخاص، هذا الأخير يتوقف على درجة ثقته في البنوك المركزية بناءً على قدرتها في إدارة الاقتصاد الكلي وتحقيق الأهداف المعلنة. علما أن البنوك المركزية في الدول المتقدمة تمكنت خلال العقدين الماضيين من بناء رصيد كبير من الثقة بينها وبين القطاع الخاص معتمدة في ذلك على مجموعة من العوامل أبرزها: انسياب معلومات صحيحة ودقيقة عن الوضع الاقتصادي (الشفافية) وتدريس وشرح مبادئ علم الاقتصاد في المدارس والجامعات لضمان استجابة متماثلة من القطاع الخاص تساعد الاقتصاد على الانتقال من حالة إلى حالة أخرى بسهولة ويسر. إن العلاج للخروج من الأزمة لابد أن يبدأ من هذه النقطة وهو تعزيز العلاقة بين القطاع الخاص والسياسة النقدية. فكلما استطاعت السلطات النقدية ترميم هذه العلاقة بسرعة يكون الخروج من النفق المظلم لهذه الأزمة أسرع.

الخاتمة:

أصبحت الأزمات المالية في العشريات الأخيرة أكثر تكررا وأكثر حدة، وأصبحت مكلفة أكثر فأكثر سواء بالخسائر التي تلحقها بالأسواق المالية أو بالإقتصاد الحقيقي، وأزمة الرهن العقاري الأمريكي العالمية ما هي إلا واحدة من هذه الأزمات التي تسببت فيها السياسات النقدية التوسعية والمتساهلة، والتي تزيد من حدتها الإبتكارات المالية. ولعل الحرية الكبيرة التي تمنحا الدول اللبرالية للمتعاملين الإقتصاديين من الأمور التي تطرح العديد من الأسئلة.

للخروج من الأزمة وجد صانعو القرار في الدول اللبرالية أنفسهم مضطرين لتطبيق سياسات اقتصادية أساسها دور رئيسي للحكومة في إدارة الاقتصاد والرقابة عليه، وذلك من خلال خطط الإنقاذ المالي المختلفة، لكن هذا لا يعني انهيار الرأسمالية كما يتوقع البعض، بل سيحدث – كما يتوقع بعض المفكرين– تحولا نحو رأسمالية مدارة وموجهة ومراقبة، أي رأسمالية الدولة المطبقة في العديد من المناطق مثل الدول العربية، أين تقوم الدولة بدور جوهري في إدارة الاقتصاد والرقابة عليه، وهذا الأمر مطبق أيضًا بدرجة أقل في الدول الأوروبية مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية التي تترك فيها الدولة الحرية للقطاع الخاص وميكانزمات السوق، ولذلك يبدو أن الحديث الذي لا طالما ردده المسؤولون الأمريكيون عن حتمية الحفاظ على الاقتصاد الحر تغير وانتهجوا رأسمالية الدولة كمخرج من الأزمة. واللافت في هذا الجانب ما ذكره رئيس ماليزيا السابق مهاتير محمد في مدونته بأنه تعرض لانتقادات لاذعة عندما اتخذ خطوات مشابهة لمعالجة الأزمة المالية التي عصفت بدولته صيف 1997 (أزمة جنوب شرق آسيا).

لكن الأهم من هذا كله – حسب رأينا– هو تجنب الحلول التي تتسبب في حدوث أزمة لاحقة، على اعتبار أن سبب الأزمة الحالية يتمثل في السياسة النقدية التوسعية التي اتُبعت لمواجهة الأزمة

الإلكترونية. حيث أن السياسات النقدية التوسعية المتبعة لحل الأزمات والتي تقوم بالدرجة الأولى على ضخ السيولة من أجل إنعاش النمو الإقتصادي، تؤدي إلى توسع كبير في منح الإقتراض وسوء تقدير للمخاطر، وهي خصائص الفقاعة المالية. إذا يجب وضع حد لهذه الدورة التي تتسبب معالجة الأزمة فيها بتفجير أزمة جديدة، أي يتوجب على البنوك المركزية (البنك الأمريكي بصفة خاصة) أن تقبل تراجعا في النمو لتتجنب الأزمة. لكن قبول تراجع في النمو ليس بالقرار البديهي، حيث يمكنه أن يتسبب في ردود أفعال سلبية متسلسلة، بدلا من إعادة التوازن المأمول للتبادل الخارجي والإدخار.

كما أن الإبتكارات المالية الحديثة أعطت الأسواق المالية قدرة على خلق النقود يصعب على البنوك المركزية مراقبتها، حيث أن تدخل البنوك المركزية عند بداية تشكل الفقاعة شيء يسهل قوله مقارنة بفعله، لذا يبقى السؤال مطروحا.

ويمكننا في الأخير تقديم التوصيات التالية:

- البحث عن حلول بديلة للسياسات النقدية التوسعية التي تؤدي إلى توسع كبير في منح الإقتراض وسوء تقدير للمخاطر، وبالتالي قد تتسبب في أزمات لاحقة؛
- تبني مؤشرات متابعة تطور أسعار الأصول للتمكن من اكتشاف بداية تكون الفقاعات المالية؛
- تعزيز الإجراءات الرقابية التي تمارسها البنوك المركزية على الأنظمة المالية؛
- ضرورة إشراف الدولة على الإقتصادات الوطنية، وإعادة النظر في الفرضيات اللبرالية التي تنادي بعدم تدخل الدولة في الإقتصاد؛
- تقنين وتقييد نشاط المضاربين وصناديق التحوط؛

المراجع:

1. *ACGest, **Bulles et krachs : l'éternel recommencement ?**, 30 décembre 2008.*
2. Adrian Blundell-Wignall, **The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options**, FINANCIAL MARKET TRENDS – ISSN 0378-651X © OECD 2008.
3. *Asli Demirguc-Kunt, **Comment remettre les banques à flot ?**, site FMI, 18/02/2009.*
4. *Christophe Blot, Catherine Mathieu, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth, **Politiques monétaires: Banques centrales au bord de la crise financière**, Département analyse et prévision de l'OFCE, Revue de l'OFCE N°103, Octobre 2007*
5. *Fimarkets, **Crise financière : le rôle des banques centrales**, 11 octobre 2008.*
6. *La finance pour tous* et Kevin Koudjee, ***Crise financière : comment celà a commencé ?***, *10 octobre 2008.*
7. *La finance pour tous* et Kevin Koudjee, ***Crise financière : comment s'est-elle amplifiée***, 10 octobre 2008.
8. ***Nouvelles règles européennes sur la supervision bancaire***, *La Tribune.fr, 06/05/2009.*
9. *Pierre-Antoine Delhommais, Claire GatinoiS et Anne Michel, **La crise financière en questions**, LE MONDE, 16 septembre 2008.*
10. *Pierre-Antoine Delhommais, Claire Gatinois et Anne Michel, **La crise financière en questions**.*
11. Stephen G. Cecchetti, **Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008**, The Centre for Economic Policy Research, Policy insight, n° 21, April 20008, www.cepr.org
12. *Taher Ben Dhief, **La Politique Monétaire et la crise Immobilière : Cas du Subprime**, Mémoire de fin d'études Pour l'obtention de la maîtrise en sciences économiques, UNIVERSITE DE MONASTIR, Tunisie, 2008.*
13. إبراهيم علوش، **نحو فهم منهجي للأزمة المالية الدولية**، 2008/7/11.
14. أسامة سويدان، **مصداقية السياسات النقدية في ظل الأزمة المالية**، صحيفة"الخليج" الإماراتية.

15. الجزيرة نت ، **إجراءات أوروبية للحد من تأثير الأزمة المالية**، 2008/10/1، www.aljazeera.net

16. الجزيرة نت، **المفوضية الأوروبية تفعل جهود احتواء الأزمة المالية**، 2008/10/1، www.aljazeera.net

17. الجزيرة نت، **خطة الإنقاذ المالي الأميركية**، 03 أكتوبر 2008. www.aljazeera.net

18. الجزيرة نت، **رفض أوروبي لتقليد خطة الإنقاذ الأميركية**، 2008/10/3، www.aljazeera.net

19. محمد حبش، **رؤية تحليلية للأزمة المالية العالمية**، 2008/10/22.

20. محمد عبد الحليم عمر، **قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية**، 2008//10/19.

21. هيثم فارس، **الأزمة المالية العالمية .. الأسباب والتداعيات**، 2008/19/10.

22. يوسف بن عبد الله الزامل، **أمريكا والعالم يحاربان الأزمة بإلغاء الربا**، التمويل الإسلامي، العدد 5647، 28 مارس 2009.